

公司价值的创造

张平淡 韩伯棠

(北京理工大学,北京:100081)

摘要:公司价值最大化已经成为公司管理的终极目标,如何实现价值创造便成为公司管理的现实目标。公司战略、公司治理和公司理财对公司价值的三个价值推动要素都有很大的影响,因此,需要融合公司战略、公司治理和公司理财来实现价值创造。

关键词:公司价值;价值创造;公司战略;公司治理;公司理财。

中图分类号:F014.35

文献标识码:A

文章编号:1009-3370(2003)03-0059-03

一、引言

公司目标经历了从利润最大化、经济效益最大化和公司价值最大化的发展过程^[1],如今,公司价值最大化已成为人们普遍接受的公司目标假设,同时,它也成为贯穿公司管理活动的一个基本思路,即所有的管理活动都以了解公司价值为始,以公司价值最大化为终,这是因为相对于利润最大化和经济效益最大化而言,公司价值最大化反映了投资人的基本要求和公司内在发展的基本规律,而且它更适应现代企业制度的要求。可以说,“公司最终有且只有一个目标,那就是公司价值最大化。”^[2]

正是如此,公司价值管理便受到许多公司的追捧。当前,价值管理是公司面临的主要任务和挑战^[3]。价值管理的目标就是实现公司价值创造,公司成功的标志就是公司价值的提高,公司股东、管理层和员工都在致力于价值创造,以实现公司价值最大化的终极管理目标,但是,对于“如何”实现这一终极管理目标却不甚清楚。

二、公司价值的价值推动要素

要实现价值创造,提升公司价值,就必须了解如何评估公司价值,就必须了解公司价值的决定因素和影响因素(即公司价值的价值推动要素)。

对公司价值进行评估,并非仅仅为重大交易(如合并、收购、资产出售、资产重组和股份回购等)提供参考价值。在现代管理中,作为公司战略与公司理财的交汇点,开展以价值评估为基础的价值管理,其重大意义表现在:可以估测公司和备选战略的价值以及公司战略中具体方案的价值,可以有效评估各项业务活动的绩效,可以与公司的投资人(尤其是公司股东)就公司的价值互通信息。可见,公司价值是“衡量公司市场能力的重要指标,是公司各项决策的最基本依据,是考核公司管理者绩效的最重要指标。”^[4]公司价值的评估要视价

值评估的主体、目的和时间而定。一般而言,公司价值是考虑风险后公司未来现金流的函数,用公式表示为:

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1-WACC)^t}$$

其中, C_t 是未来某年的自由现金流,WACC是公司的加权平均资本成本。

显然,如果公司投资是可以盈利的,持续盈利的的时间越长,投资的规模越大,那么,公司价值也就越大。保证公司投资可以盈利的前提是投资收益必须大于资本成本,即投资溢价为正(投资收益与投资资本成本的差)。我们都知道,一项投资,抑或一家公司,只有在投资收益大于投资资本成本时才能创造价值,因此,当溢价为正时,公司投资便可创造价值;当溢价为负时,公司投资便毁损价值。而且,只有在盈利的情况下投资越大,现金流才会越大,用增值潜能来表示一项业务或经营机会创造价值的潜力,那么,如果一项投资的溢价为正,显然增值潜能越大,创造的价值也就越多。另外,公司相对于竞争对手的竞争优势越强,持续的时间越长,则公司持续盈利的的时间也就越长,也就是说,竞争优势的可持续性(一项业务可以创造价值的时间延续长度)越长,公司投资赚取正溢价的时间也就越长,创造的价值也就越大。概而言之,公司价值的三个价值推动要素就是投资溢价、增值潜能和竞争优势的可持续性(如图1所示)。这样,公司价值的创造就只需致力于这三个价值推动要素,就可以保证实现价值最大化的终极管理目标。

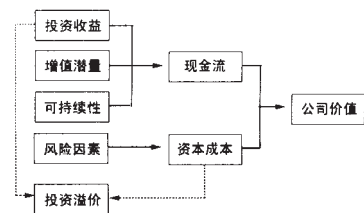


图1 公司价值的价值推动要素

收稿日期:2002-06-11

作者简介:张平淡(1977-),男,北京理工大学管理与经济学院,博士研究生,研究方向为战略管理、公司金融。

三、公司价值创造

我们都知道,公司的成功并没有什么魔法,尽管公司成功在许多时候并不能预测或隐含有许多不确定性,但公司所能做的更多的是通过有效手段来实现价值创造。

1. 公司战略与价值创造。

公司战略是最重要的管理活动,它对公司价值的三个价值推动要素都能产生影响,即公司战略通过行业吸引力分析致力于寻找、选择投资溢价为正的业务或投资项目,或者进入有吸引力的行业或市场,通过树立竞争优势来获得价值创造的可持续性,通过公司战略的柔性来保留扩大(或加速)投资或压缩(或延迟)投资的选择权。

行业的利润水平取决于该行业的竞争程度,在完全竞争市场(不存在进入和退出壁垒也没有产品差别或成本优势)中,市场竞争迫使所有公司最后都只能赚到刚好与资本成本相当的收入,也就是说投资溢价为零^[5]。但是,现实中由于公司战略的差异,有的公司赚得多,有的公司赚得少。公司要想创造价值,获得持久的竞争优势,关键在于进入一个具有吸引力的市场(保证平均投资溢价为正),并在该市场中树立竞争优势(比竞争对手竞争优势的可持续性更长),波特教授提出的竞争分析理论可以很好地解决这两个问题。公司战略对增值潜量的影响则在于扩大或压缩投资,即通过行业吸引力分析、竞争地位分析和价值链分析,公司创造价值的最简单方式就是扩大能创造价值的业务单位上的投资,减少毁损价值的业务单位上的投资或进行业务剥离。

超越不确定性是当前变革环境下公司战略的重要主题,在公司现实发展中,我们不能忽视公司战略柔性对环境不确定性的应对。公司战略的柔性是指公司可以通过有效的战略管理将经营风险和不确定性转化为价值创造的机会。实际上,不确定性越大,公司战略的柔性也就越大,积极的管理者就越有可能从中找出价值创造的机会。大多数重要的经营战略(如进入新市场、开发新产品等)都包含实物期权,例如,现实中战略投资都是“边走边看”,情况好时会扩大投资或加速投资进度,如果情况不妙,则会延迟投资或是压缩投资甚至是不再投资,可见内含实物期权的存在使战略投资在很大程度上不同于扩大规模或简单更新投资的决策。出色的管理者会运用他们拥有的知识、技能和经验对存在的不确定因素进行管理,更加优秀的管理则善于寻找、利用和发掘这些不确定因素背后隐藏的机会,谋求为公司创造价值。

2. 公司理财与价值创造。

公司战略关注于可提高投资溢价的投资,而公司理财则关注可以减少资本成本、降低风险,并因而提高投资溢价和公司价值的策略,这些策略从本质上来说主要是财务方面的,并且主要关心资产负债表右半部分的内容,可以说公司理财是公司价值的主要影响因素。

公司可以通过调整资本结构和股利政策等途径来影响公司价值。例如,利息的税前扣除可以节省税款,所以适度地把

权益转换成债务可以有效地降低资本成本,进而提高财务杠杆的方式来实现价值创造,同样,利用杠杆收购(LBOs)的方式取得采购价格的额外收入无疑也是价值创造的一个来源。

理论上讲,每一个公司都存在一个最佳的成本最小化或价值最大化的资本结构,通过公司理财方面的运作,可以降低公司的资本成本,进而提升公司价值。股利政策可以派生出一种类似的置换关系,即如果没有值得投资的项目(即正溢价的项目),公司应该通过股利政策(如分红或股份回购)把多余资金返还给公司股东。另外,利用套期保值防范风险的方法可以降低公司的财务风险,因而也能降低资本成本并且提高公司的价值。例如,货币和商品期货市场中合理的套期保值交易可以降低汇总风险和商品价格波动风险。当前,利用财务工程等新的理财手段,公司可以通过降低风险的方式来提高公司价值。

3. 公司治理与价值创造。

公司治理是指导与控制公司运作的一整套法律、文化教育和制度安排与方法,主要包括如何配置和行使控制权,如何监督和评价董事会、经理人员和员工,如何设计和实施监督机制等^[6]。公司治理主要是通过绩效评估、薪酬规划和投资人沟通这三种方式来保证价值创造活动的贯彻实施,是公司价值提升的激励因素和政策保障因素。

有效的管理一般都有一套成功的绩效评估体系,这样可以保证所有的经营活动都与价值创造这个总目标协调一致,并且所有员工都可以看到他们的工作与公司价值之间的联系,这样,通过公司治理所贯彻实施的绩效评估体系来保证所有员工的价值取向和活动都致力于创造价值。可以说,好的绩效评估体系可以提高决策制订和决策执行的质量,从而保证这些决策可以真正地创造价值。

管理人员(员工)只有知道所付出的能得到预期的回报才会有足够的动力去与公司目标保持一致。实现长期价值创造的必要激励因素在于合理的薪酬规划,将薪酬规划与价值创造联系起来是成功实施价值管理的关键,因此,整合管理人员(员工)和股东目标的最有效方法是通过股票期权、员工持股计划等方式把员工变成股东。

公司治理中所讲的投资人沟通是处理公司与股东和公司与投资公众之间的关系。公司向投资人传达或披露信息,市场根据这些信息和其它信息综合对公司前景的判断来决定公司股票的价格。反过来也是如此,公司必须了解股票价格中蕴含的有关公司预期价值创造能力的信息。股票价格可以作为一个信号,向管理部门反馈使投资人获得有竞争力的回报预期所必须达到的盈利能力。如果公司价值被低估,可能会成为被收购的目标从而导致公司治理结构的大调整。

4. 融合公司战略、公司理财和公司治理致力于价值创造。

价值创造不是一个孤立的观念,图2所示是价值创造模型及其四个组成部分:公司价值、公司战略、公

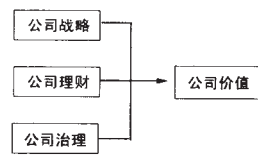


图2 价值创造模型

司理财和公司治理^[7]。公司战略是公司价值创造的决定性因素,是公司价值创造的源泉,它能对公司价值产生持续的重大影响并能长期提升公司的价值。公司理财是公司价值创造的重要影响因素,包括对减少公司的资本成本(提高投资溢价)的融资活动和调整资本结构的选择活动,股利政策和财务工程也是公司理财活动的重要组成。从某种程度上来讲,公司理财更多的是在公司战略能实现的价值创造的基础上,如何把更多的价值创造归聚于公司本身。公司治理是公司价值创造的制度保障因素,致力于通过治理结构来推动公司各个利益主体去积极通过公司战略来实现价值创造,它包括寻找董事会中内部董事和外部董事的最佳组合,采用与价值创造相一致的绩效评估体系,与投资人进行有效的沟通,以及围绕价值创造这一目标制订使管理人员和股东都感兴趣的薪酬政策。

创造价值最基本的方法就是识别、评估和采纳那些投资收益超过资本成本的战略(即投资溢价为正的战略),并且在尽可能长的时间里创造并保持竞争中的优势地位,也就是说在有吸引力的市场中创造持久竞争优势将会创造价值。总的来说,公司战略可以通过三种途径来为公司创造价值:①调整公司的投资组合,增加创造价值的业务或扩大增值业务的投资,剥离毁损公司价值的业务;②利用公司战略的柔性来降低风险,并管理跨业务单位的战略价值推动要素;③发挥领导权威,设计公司治理模式,使创造价值成为公司所有活动的惟一目标。通常,在公司管理实践中,为了保证公司战略的贯彻实施,公司需要一套完整的组织架构、绩效评估体系、薪酬规划等公司治理层面的制度保障。

公司治理结构是公司管理活动运作的组织与制度保障,它通过绩效评估和薪酬规划来激励管理人员(员工)致力于价值创造,因此,公司治理结构反过来又决定着公司战略制

订、实施的流程和效果,影响着公司战略的效益和效率的发挥。

公司理财决定着公司的资本结构,公司战略的具体实施会对公司的资本结构产生影响,而资本结构是公司治理结构的基础,它决定着投资人和债权人对公司治理的约束程度,而股权的分散与集中则直接决定公司的治理效率^[8]。公司战略直接影响着公司价值的变化,而公司价值的变化则促使公司投资人和债权人对公司资本结构进行调整,引发公司理财策略的变化。

公司战略、公司理财和公司治理是公司的三大管理活动,他们对公司价值都有决定性的影响,现时公司很难只是专注于某一个方面或某几个方面来实现公司价值的最大化,更常见或现实的做法是融合这三类活动来实现价值创造。

四、总结

公司价值来源于三个广泛的决策领域:公司战略、公司理财和公司治理。公司战略决策包括产品市场战略和投资项目规划,公司理财决策包括资本结构优化和风险管理,公司治理决策侧重于薪酬规划和绩效评估,所有这些决策与公司价值之间的关系十分清楚。公司高层管理者所作出的各业务单位的产品市场战略和公司投资基础上选择会形成一系列的投资和运营决策,这些决策反过来又形成一系列的现金流。此外,产品生命周期、竞争和许多其它因素都对决策实施所带来的现金流的大小和变化产生影响。公司理财决策影响公司的资本成本和资本结构,考虑资本成本因素后的现金流就是公司的价值,同样,公司治理决策可以影响资本市场对公司的认知,对投资者的预期收入也会产生影响。

参考文献:

- [1] 徐春立. 企业价值最大化:理财目标的合理选择[J]. 现代财经,2000(8),49-54.
- [2] 刘贵生,杨碧玲. 财务管理目标的再思索[J]. 财经理论与实践,2000(7),89-90.
- [3] Tom Copeland, Tim Koller & Jack Murrin. Valuation[M]. New York: John Wiley & Sons, 1997.
- [4] 曹庆仁,宋学锋. 关于企业价值的理论探析[J]. 经济问题,1999(7)5-7.
- [5] 迈克尔·波特著,陈小悦译. 竞争战略[M]. 北京:华夏出版社,1997.
- [6] 青木昌言、钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构[M]. 北京:中国经济出版社,1995.
- [7] Roger A. Morrin & Sherry L. Jarell. Driving Shareholder Value[M]. New York: Mcgrall-Hill, 2001.
- [8] 杨淑娥,张俊瑞,张晓明. 我国上市公司治理效率研究[J]. 中国软科学,2002(2)39-42.

The Creation of Company Value

ZHANG Ping-dan HAN Bo-tang

(Beijing Institute of Technology, Beijing:100081)

Abstract: The maximization of value of the company has become the ultimate objective of company management. How to realize this therefore becomes the practical objective of company management. The strategies, management, financing of the company has great impact on the three value-driving factors. So, the strategies, management and financing should be integrated to realize the creation of value.

Keywords: Company value; Creation of value; Company strategies; Company management; Company financing.